

旺季支撑，猪价逐步见顶

兴证期货·研发中心

农产品研究

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

国内生猪价格迅速反弹，养殖出现盈利；春节之前生猪供应偏少需求旺盛将带动猪价维持偏强震荡。但目前国内生猪存栏和能繁母猪存栏都处于过剩状态，预期春节前后生猪价格将出现二次探底行情，建议投资者可关注卖出套保的机会。从历史统计数据看，生猪反弹后将继续进入二次探底，时间周期在 10 个月左右，因此，未来半年内对生猪价格可能面临走低风险。

● 风险提示

收储政策；猪瘟疫病

报告目录

| | |
|--------------------------------|----------|
| 1.生猪：旺季支撑，猪价将逐步见顶 | 3 |
| 1.1 国庆后猪价走高，养殖盈利较好..... | 3 |
| 1.2 生猪供应收缩，短期现货偏强..... | 5 |
| 1.3 统计规律预示生猪价格将二次探底..... | 8 |
| 1.4 期货贴水反应未来需求仍宽松..... | 10 |

图目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 图 1: 生猪价格 (元/公斤) | 3 |
| 图 2: 生猪养殖利润 (元/头) | 4 |
| 图 3: 猪料比价..... | 4 |
| 图 4: 我国生猪存栏量 (万头) | 5 |
| 图 5: 能繁母猪存栏 (万头) | 5 |
| 图 6: 猪肉产量 (万吨) | 6 |
| 图 6: 定点企业生猪屠宰量 (万头) | 6 |
| 图 7: 生猪饲料产量及同比 (万吨、%) | 7 |
| 图 8: 我国饲料产量 (万吨) | 7 |
| 图 9: 我国猪肉进口 (万吨) | 8 |
| 图 10: 生猪价格低点上涨周期..... | 9 |
| 图 11: 生猪价格季节性走势..... | 9 |
| 图 12: 生猪价格及升贴水..... | 10 |

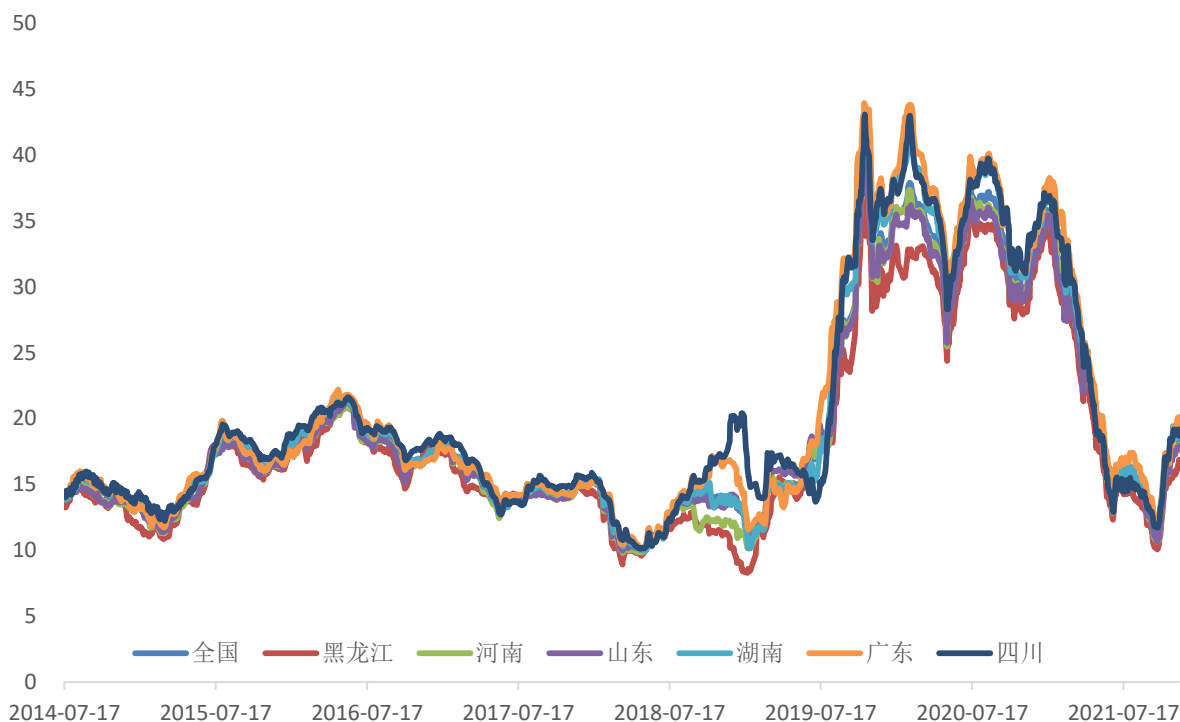
1. 生猪：旺季支撑，猪价将逐步见顶

国庆之后经过近 2 个月的上涨，生猪价格最高已经达到 18 元/公斤，反弹幅度达到 60%，生猪养殖行业出现较好养殖利润。在年末双节需求较好的预期下，生猪价格仍将维持偏强行情。由于生猪存栏和能繁母猪存栏仍旧处于过剩状态，我们认为短暂的双节备货结束以后，生猪价格面临着继续下跌的二次探底从而导致生猪养殖行业继续去产能、去存栏的过程，因此建议投资者或者养殖企业可利用生猪价格高位的时机进行卖出套保。

1.1 国庆后猪价走高，养殖盈利较好

2021 年 10 月国庆假期之后全国生猪价格反季节上涨，生猪价格最高达到 18 元/公斤，养殖利润达到 150—300 元/头，养殖效益较好。由于年末双节前后是我国传统消费旺季，市场预期猪价将维持偏强状态，我们认为，节前生猪价格处于 16500—18500 元/吨水平。由于生猪养殖开始盈利，猪企心态有所好转，不利于生猪产能的去化。

图 1：生猪价格（元/公斤）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

目前，生猪养殖利润维持高位震荡，自繁自养生猪盈利 170 元/头，外购仔猪盈利 300 元/头。随着生猪价格的高位震荡，生猪养殖企业不同程度出现盈利。由于资金大量进入生猪养殖市场，生猪养殖规模化逐步增加，企业抗风险的能力加强。年末双节临近，猪肉供求的旺季即将到来，市场对生猪及猪肉价格有较高的期待。今年春节较早，一般春节前半个月左右时间备货基本结束，我们认为 12 月下旬及 1 月上旬可能是猪价高位震荡的最后时刻。随着备货期的结束，生猪价格将会出现下跌。由于供求处于过剩的状态，未来半年生猪行业可能会出现价格下跌导致养殖亏损，继而带动养殖企业去产能；这一过程有望在 2022 年的三四季度生猪去产能结束，生猪供求达到平衡甚至短缺状态。

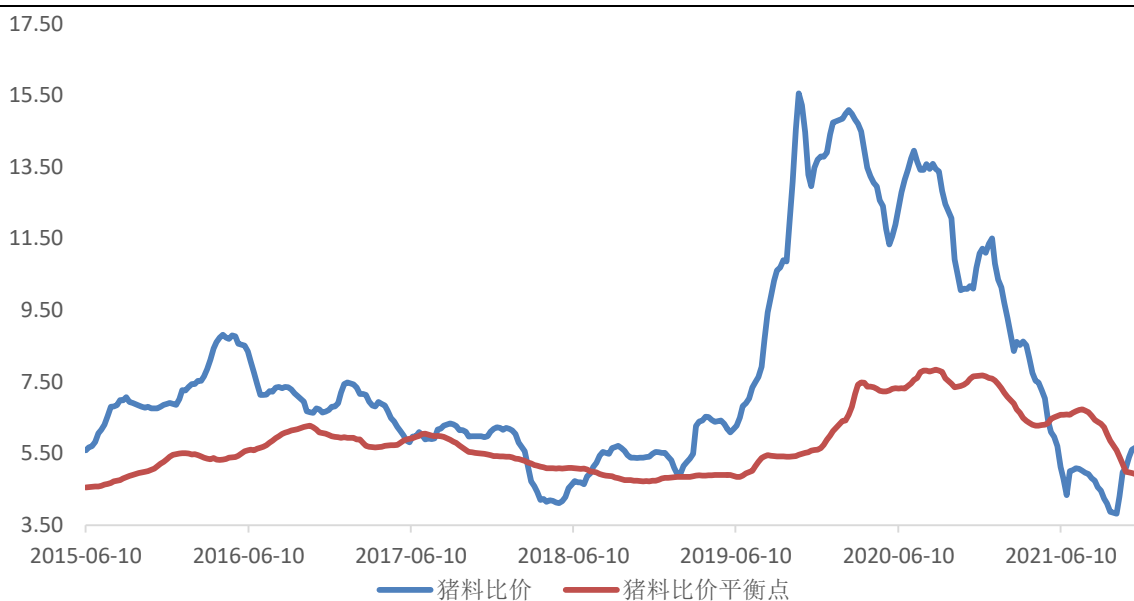
图 2：生猪养殖利润（元/头）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

以猪料比价看，目前生猪与猪饲料的价格比为 5.66，而均衡比价为 4.93，显示目前生猪养殖行业已经出现较好利润。2018 年国内的猪料比价低于均衡比价有 6 个月时间，今年猪料比价自 5 月开始到 10 月初持续了 5 个月且比价幅度远远低于历史的均衡水平，生猪养殖行业的亏损周期走完后，初次反弹盈利的时间周期不会太长将会再次面临养殖亏损去库存的过程。考虑季节性的因素，我们认为国庆后生猪价格反弹的幅度较大但周期更短，可能在 1 月初将达到反弹高位，时间不足 4 个月，较以往的初次反转时间更短。

图 3：猪料比价

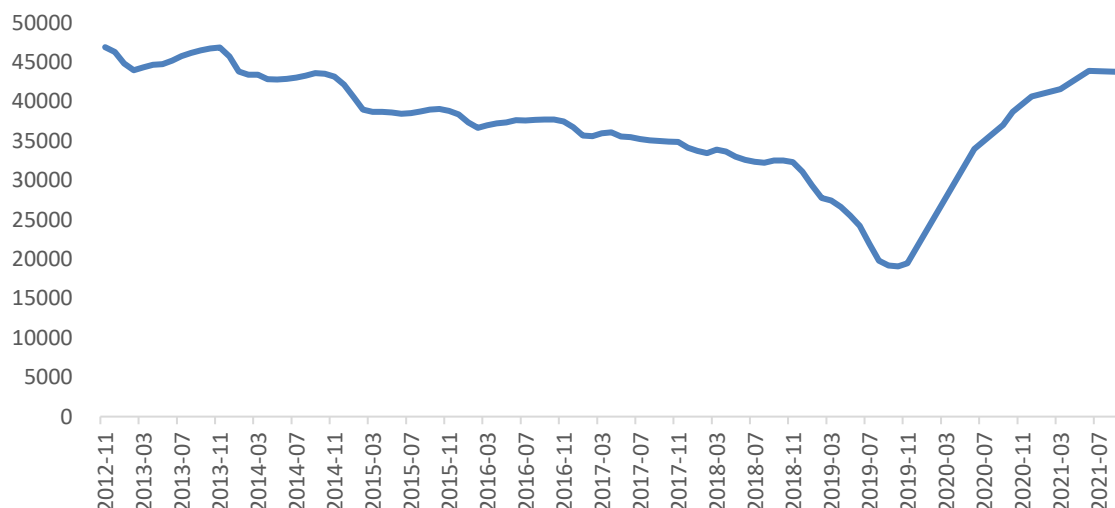


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 生猪供应收缩，短期现货偏强

根据农业农村部数据，2021年9月我国生猪的存栏量达到了43764万头，已经远远超过了非瘟前的水平。2018年8月非瘟发生以前，我国生猪行业已经出现严重的供求过剩的局面，彼时的生猪存栏量不过34000万头。目前的生猪存栏量仍旧高于均衡水平。但由于国庆节猪企加速抛售导致阶段性供应短缺，对猪价构成支撑。

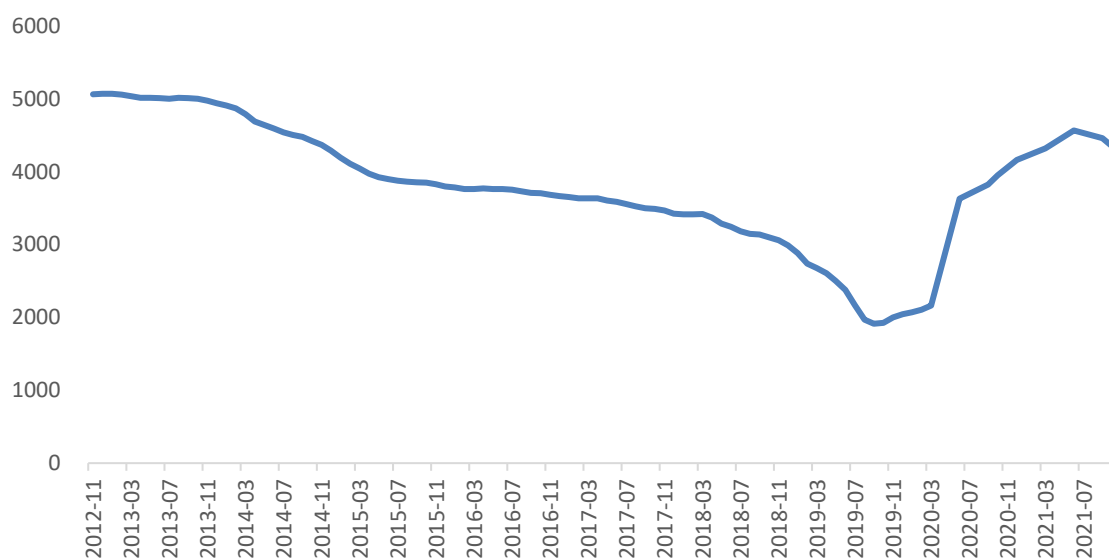
图 4：我国生猪存栏量（万头）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

能繁母猪存栏代表未来生猪的供应产能，10月全国能繁母猪的存栏量达到4348万头，远远超过非瘟发生前的3400万头。由于非瘟的影响，生猪的PSY出现了大幅的下降，假设PSY下降15%，意味着4348万头的能繁母猪的产能按照以前的标准也能达到3696万头，超出了均衡的能繁母猪存栏。国内能繁母猪存栏的数据仍旧处于去化过程。

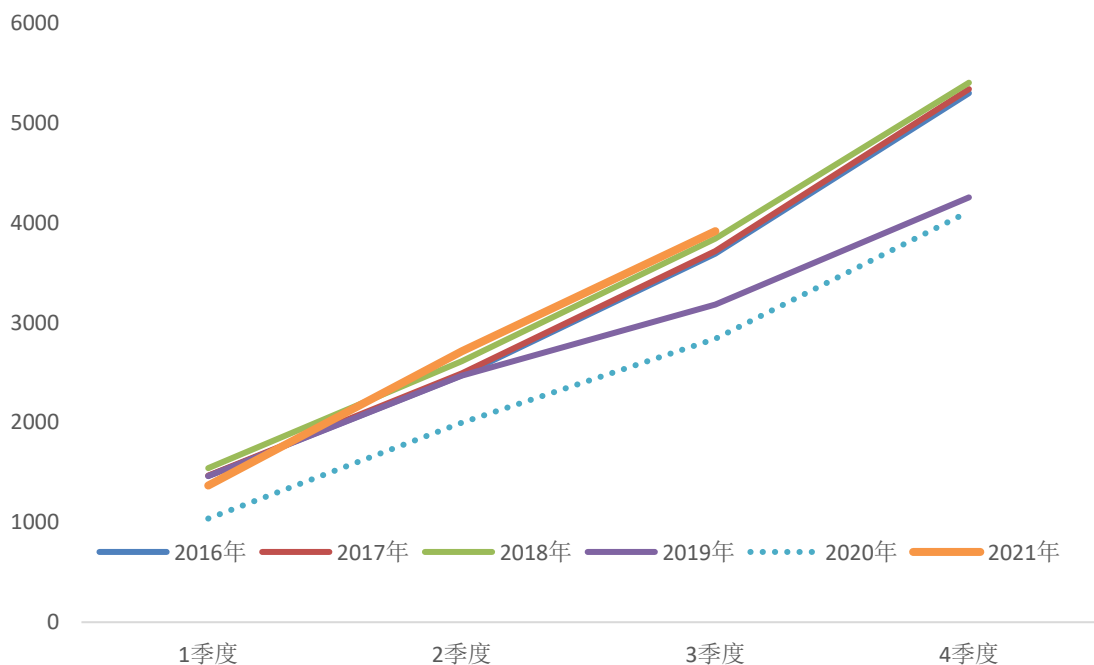
图 5：能繁母猪存栏（万头）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

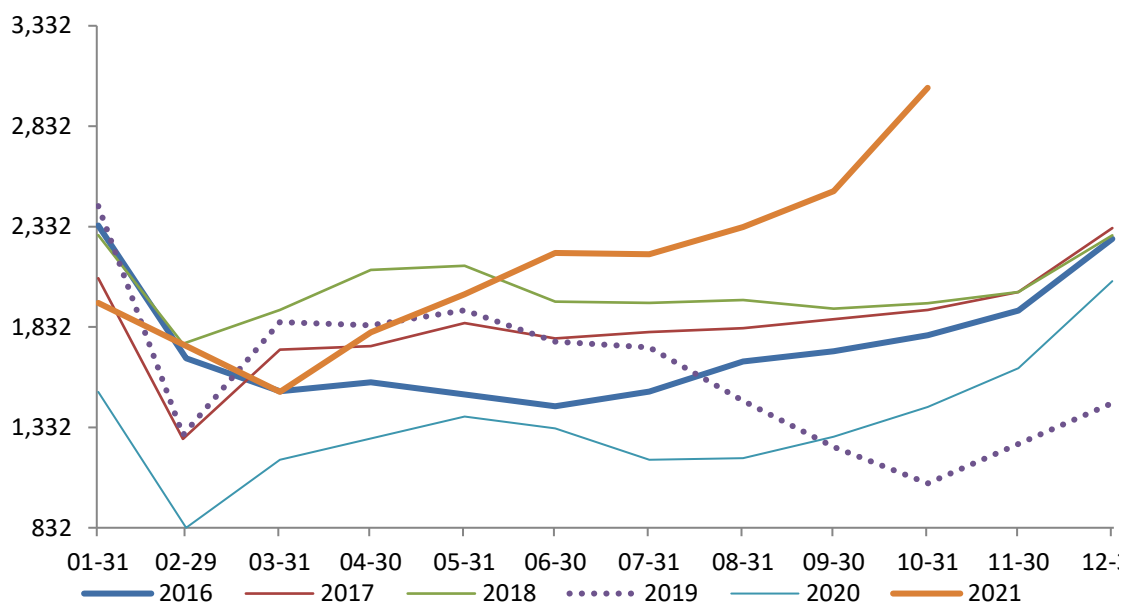
从猪肉的产量看，季度产量数据显示，2021年前3季度，我国猪肉的产量已经达到3917万吨，超出了2016年以来的最高水平，反应了目前生猪市场供求过剩的状态。10月生猪屠宰数据再度刷新了月度新高，显示出目前市场供求宽松的状态维持。

图 6：猪肉产量（万吨）



数据来源：Wind、兴证期货研发部
生猪定点企业屠宰量显示，生猪的屠宰处于月度的偏高水平。

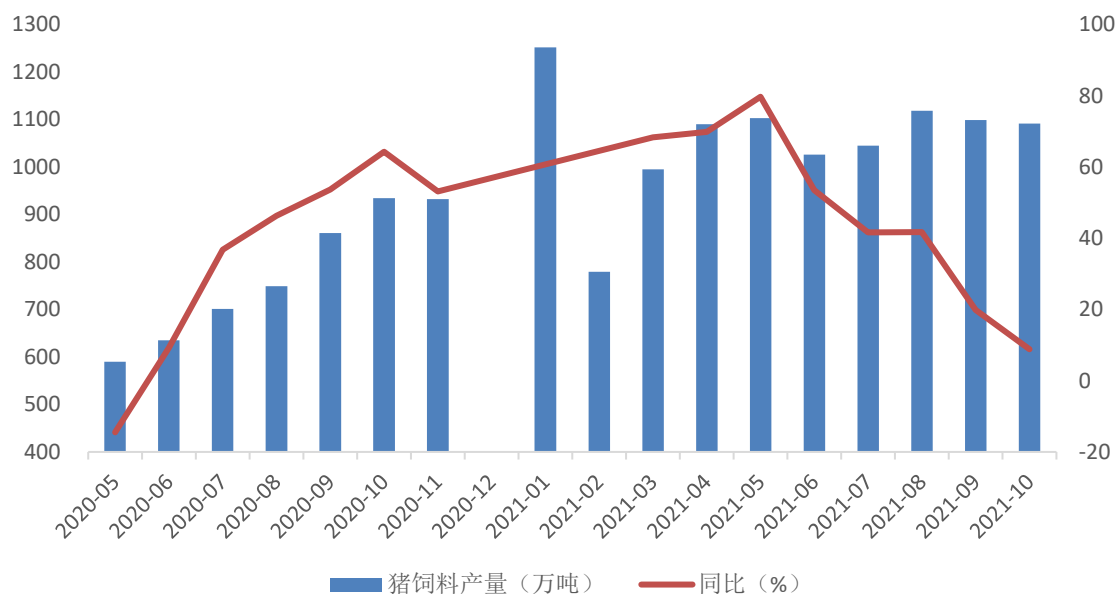
图 6：定点企业生猪屠宰量（万头）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

另外，从生猪饲料的产量数据看，自 2020 年 10 月以来，生猪饲料产量增加加快，同比增幅都超过了 40%。2021 年生猪饲料的同比从年初最高的 80% 下滑到 10 月的 8.8%，预期后期生猪饲料的产量在基数大涨的情况下，同比增幅将继续下滑。

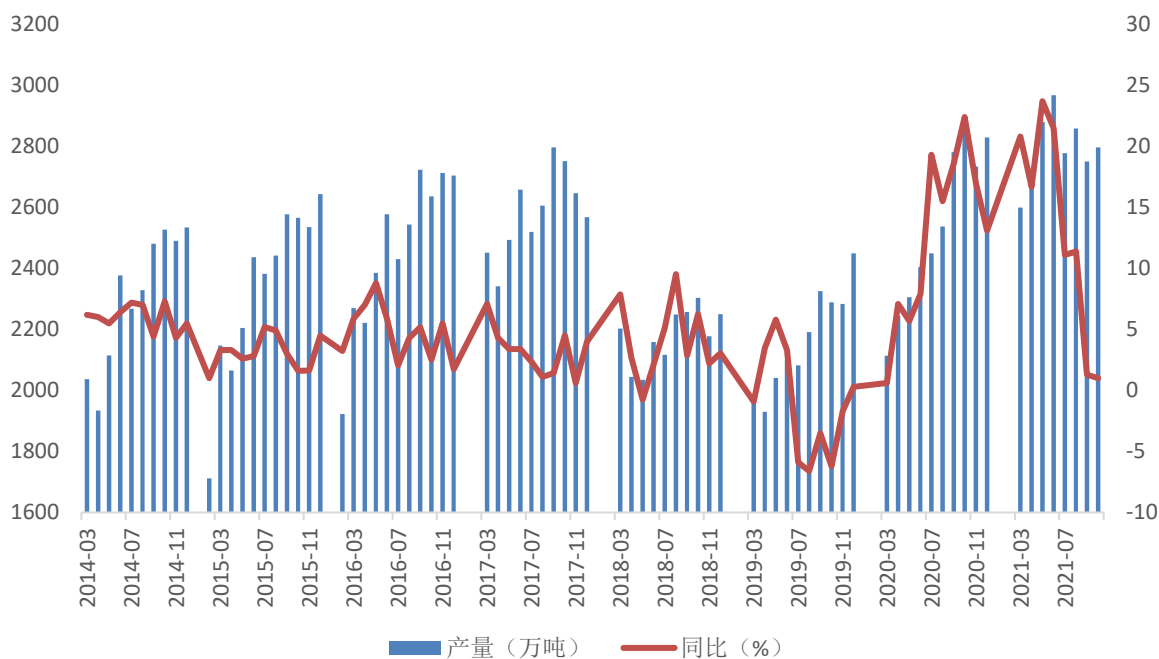
图 7：生猪饲料产量及同比（万吨、%）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

从饲料供应的角度看，国内饲料产量自 6 月创出历史新高以来出现了下滑，反应生猪行业的供应出现放缓迹象。

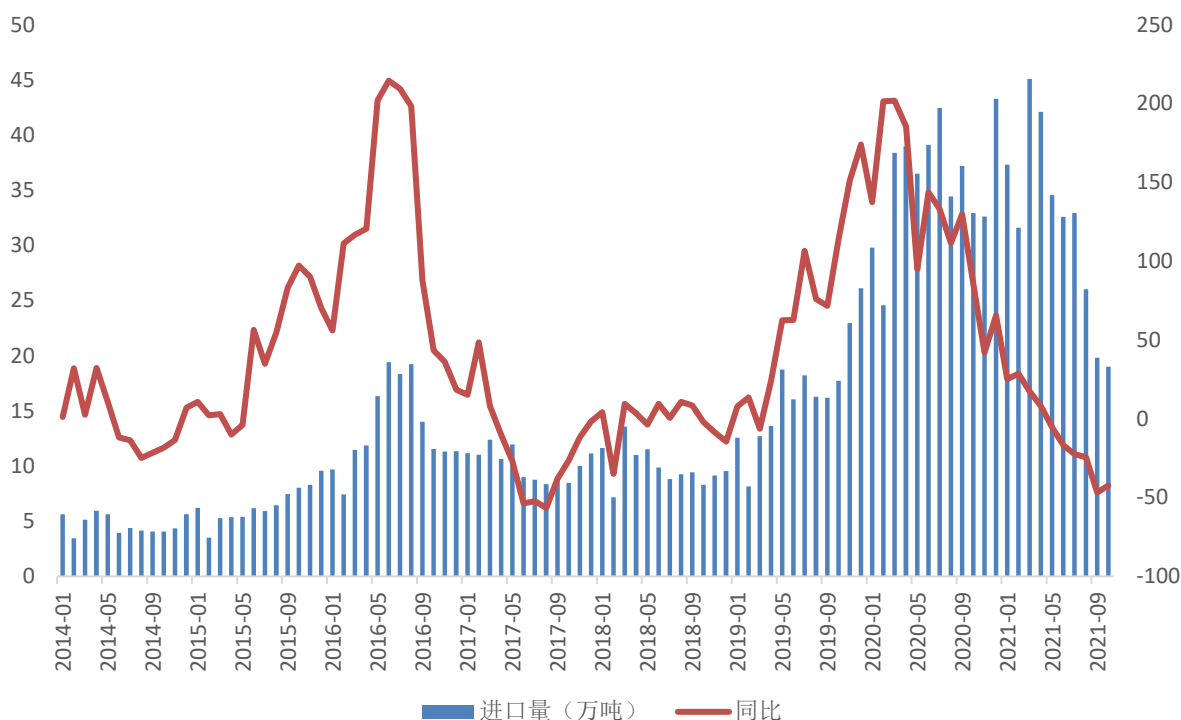
图 8：我国饲料产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从进口情况看，我国猪肉的进口出现大幅下滑，但仍旧维持偏高水平。尽管目前国内猪肉的价格较高点大幅下跌，但由于国内养殖成本较高，部分进口仍旧盈利，进口猪肉的数量可能维持偏高的水平。2020 年日历年度内国内进口猪肉达到 430 万吨，2021 年度进口猪肉的数量可能达到 300—350 万吨，这较疫情前的 50—100 万吨的水平数量高出不少，给生猪的供应带来一定压力。

图 9：我国猪肉进口（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

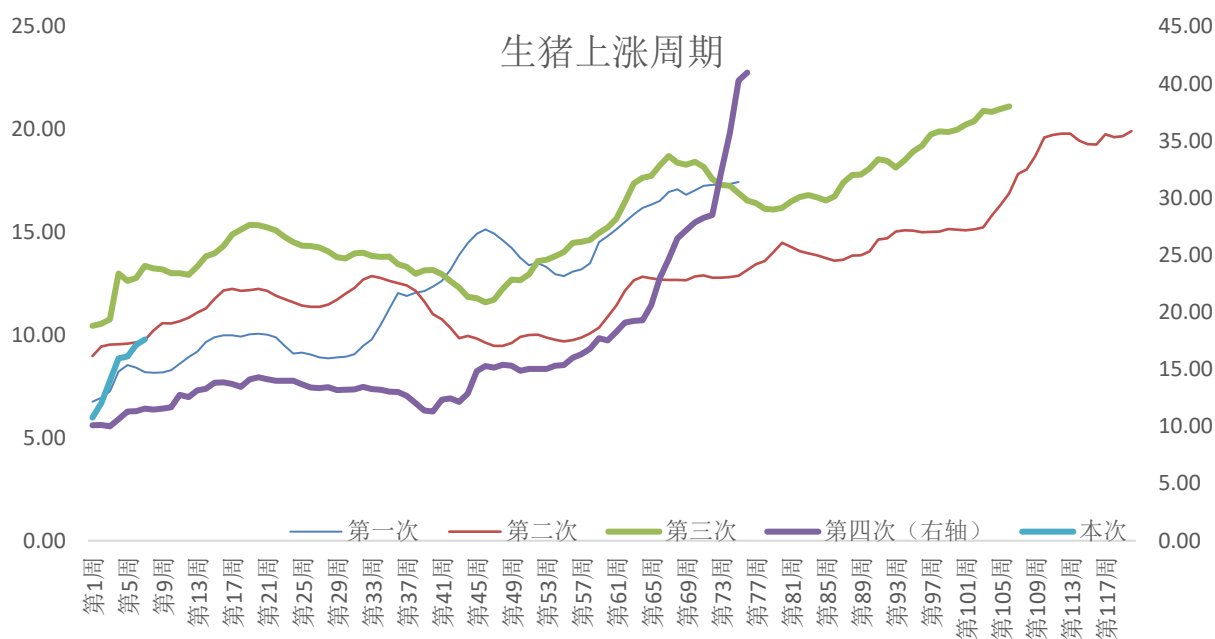
国内生猪供应维持高位，进口猪肉数量同样保持较高水平，中长期生猪仍旧面临去产能的过程，但由于短期供应少且春节需求增加，阶段性偏紧状态将对生猪价格利多。

1.3 统计规律预示生猪价格将二次探底

从 2006 年以来，我国生猪价格经历了 4 轮周期，我们选取周期的最低点开始对上涨周期进行研究。在这四轮上涨周期中，生猪的价格上涨持续 80—110 周的时间，其中 2009 年的上涨周期和 2014 年的上涨周期数据较为齐全，也有较强的代表性。2009 年 5 月以来的上涨周期，由低点 9 元/公斤反弹至 12.18 元/公斤，上涨 5 个月涨幅 35%，随后经历 5 个左右的二次探底后形成大幅上涨，由 9.5 元/公斤上涨至 19.8 元/公斤，涨幅超过 100%；2014 年的上涨周期，由 10.55 元/公斤经历 5 个月的上涨至 15.35 元/公斤涨幅接近 45%，随后经历 5 个月的二次探底跌至 11.72 元/公斤，然后形成强烈上涨至 18.36 元/公斤，涨幅接近 56%。

从历史统计看，生猪价格在探底后将形成 35—50% 的上涨，上涨时间持续 4—5 个月时间；目前，本轮上涨持续 2 个月、反弹幅度超过 60%，主要因为前期亏损导致的生猪淘汰量偏大及春节需求的较高预期所致。我们认为春节行情之后，生猪价格可能再度经历二次探底的行情，价格在 11.5—12.5 元/公斤，最后导致生猪供求处于平衡甚至短缺状态。

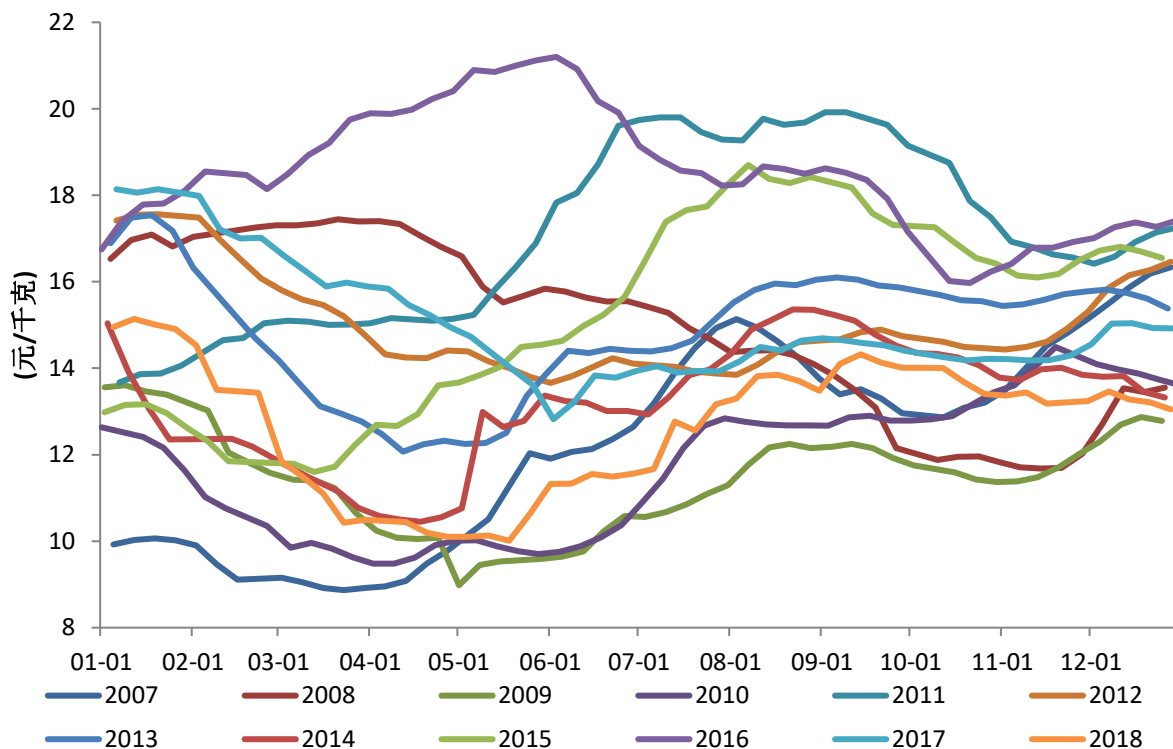
图 10：生猪价格低点上涨周期



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从季节性走势看，生猪在8、9月份出栏量较低出现年内的高点；1月份受春节需求影响出现另外一个高点，其他时间生猪的价格更倾向于下跌，尤其以春节后的下跌速度更快。生猪价格可能在春节前后形成反转。

图 11：生猪价格季节性走势

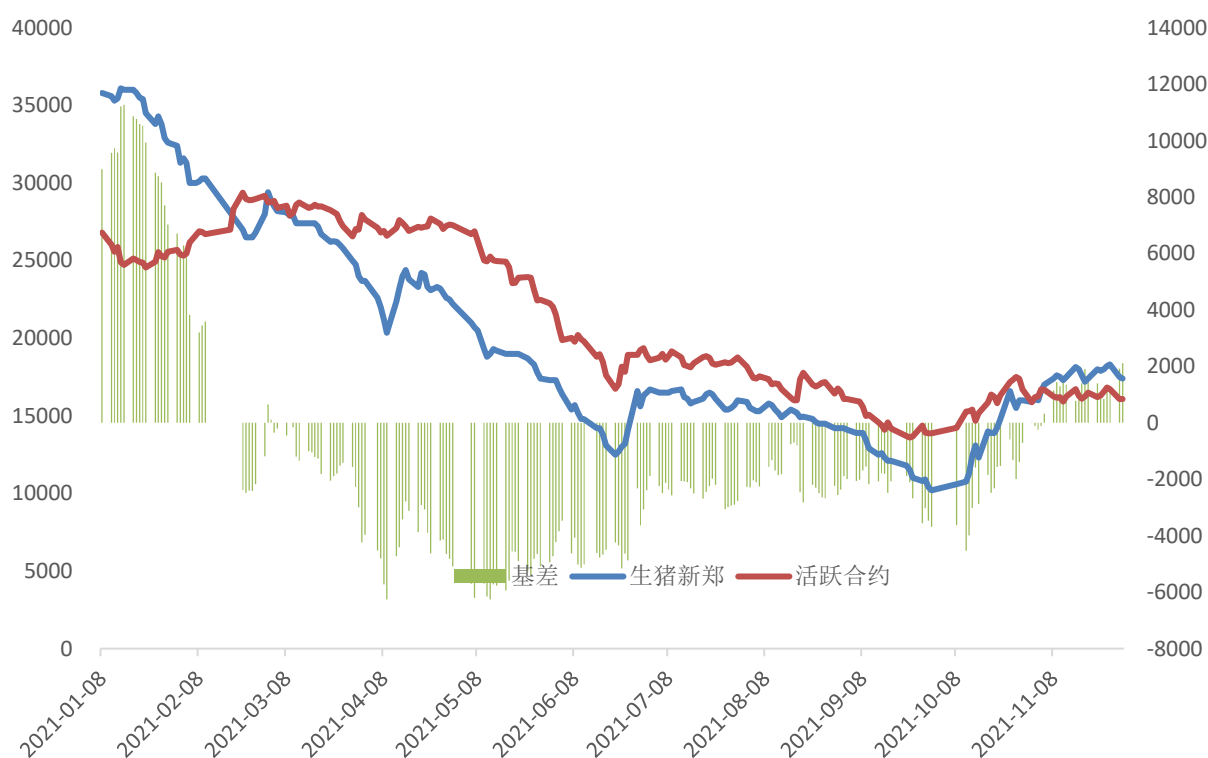


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.4 期货贴水反应未来需求仍宽松

期现结构看，目前期货价格大幅贴水现货，随着现货价格的反弹，远月利空预期导致期货价格上涨力度远低于现货。以河南新郑生猪现货价格为例，其与期货活跃合约的期现升水上升至 2000 元/吨水平，反映了未来的下跌预期。根据我们对未来供求及养殖成本的测算，后期远月 2205 和 2207 合约存在一定下跌的空间。

图 12：生猪价格及升贴水



数据来源：Wind，兴证期货研发部

综合来看，国内生猪价格阶段性上涨带动养殖利润恢复，随着年末双节备货结束后，供求过剩的基本面将继续打压生猪价格形成二次探底行情。从产业的角度看，明年上半年生猪产业将出现二次探底过程，企业可以利用双节需求旺季形成的相对高的期货价格进行套保，锁定养殖利润。

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。